



郭磊：目前宏观面处于什么阶段



文/新浪财经意见领袖专栏作家 郭磊

报告摘要

第一，按照“美林时钟”，我们应该在衰退期持有债券，复苏期持有股票，过热期持有商品，滞胀期持有现金。但实际上的资产表现往往提前半个身位，股票最好的阶段一般是“衰退后期”到“复苏前期”。前一阶段是政策稳增长，流动性充裕；后一阶段是经济企稳，盈利修复。



第二，经济目前处于什么阶段？本轮经济自三季度开始初步放缓，短期影响因素包括疫情、双减、双控等供给约束；同时需求端也有一个重要的边际变化是地产销售中枢下台阶，8月起30城日均地产成交降至40万

方左右。外需仍保持强势，一季度、二季度、7-8 月两年平均增速均值分别为 14.4%、14.3%、14.9%；但根据我们一再指出的出口周期持平于 PPI 周期的经验规律，明年上半年出口将会存在回落压力。简单来看，经济将分两阶段放缓，目前短周期经济处于美林时钟意义上的“衰退前期”。

第三，历史上的“衰退前期”一般会出现权益资产的“砸坑式”调整，以反映未来盈利增速的下修。但这个三季度股票市场基本维持震荡特征。我们理解主要与三个因素有关，一是股市前期表现没有显著背离基本面。2021 年前 8 个月工业企业累计利润两年平均增速为 19.5%，而同期 Wind 全 A 指数两年平均增长 19.4%；二是政策在三季度启动了不同于以往周期的“跨周期调节”，比如 7 月初的超预期降准；三是三季度的供给扰动也带来了不同于正常需求规律的节奏，后续随疫情脉冲的减退、运动式减碳的修正，消费和部分工业部门可能环比有一个小企稳，市场对经济的预期不是单边；四是供给收缩导致上游价格上涨，南华能化指数三季度环比涨幅达 27.6%，PPI 线索映射下市场一度出现较集中的机会。从某种意义上说，本轮相当于一个平滑版的“衰退前期”。

第四，美林时钟意义上“衰退后期”的出现则需要政策更典型的稳增长，它会带来经济和企业盈利的企稳预期。7 月底政治局会议对经济的定调是“持续稳定恢复，稳中向好”叠加“不稳固、不均衡”，并未布局典型的稳增长。我们估计 12 月的政治局会议和中央经济工作会议将会做出更全面的部署。2022 年上半年的政策空间包括前置的、更为积极的财政政策；

长租房投资；碳达峰、碳中和“1+N”政策体系出台后的“双碳”相关投资，以及系统性的促进新能源汽车等耐用消费品消费举措。

第五，在这一框架外，还有一些不完全可预测但可能深度影响风险偏好的重要的宏观线索，实际上我们相信这些因素已经按照概率加权反映在目前定价中。一是全球疫情的走势，目前处于全球第四波疫情的回落期，口服药的出现又进一步影响全球预期；二是中美经贸关系可能存在的改善空间，外交部指出中美双方同意采取行动，共同努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。

第六，主要风险因素是美元指数所代表的全球流动性扰动，下半年美元指数从 90 震荡上行至 94 附近。2020 年以来权益市场与美元指数的负相关性相对较高。

正文

按照“美林时钟”，我们应该在衰退期持有债券，复苏期持有股票，过热期持有商品，滞胀期持有现金。但实际上的资产表现往往提前半个身位，股票最好的阶段一般是“衰退后期”到“复苏前期”。前一阶段是政策稳增长，流动性充裕；后一阶段是经济企稳，盈利修复。

在 2020 年 7 月《从衰退后期到复苏前期的逻辑转换》中，我们曾经搭建过一个类美林时钟的框架：

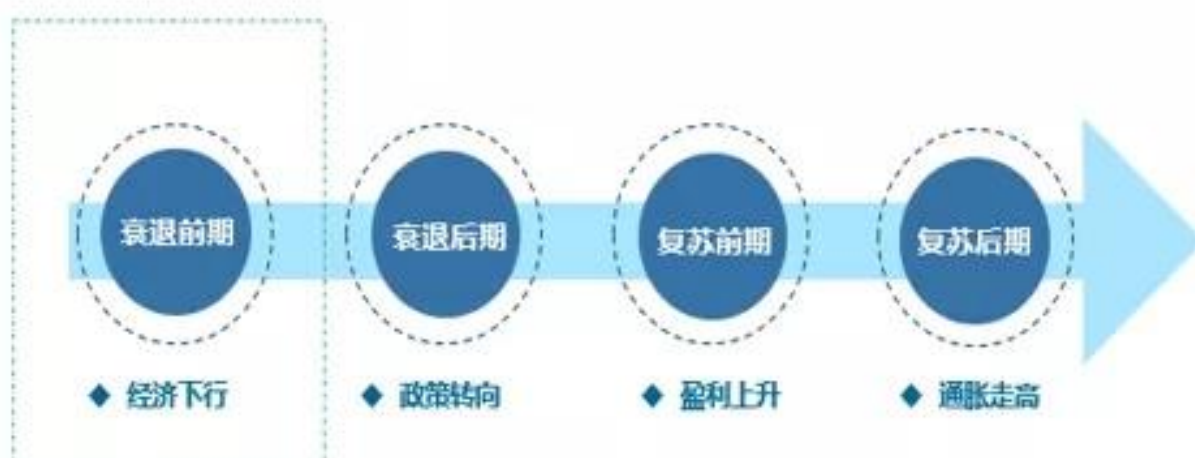
在这里我们做一个延展，进一步把经济划分为衰退前期、衰退后期、

复苏前期、复苏后期等四个阶段，这一划分的核心精神类似于“美林时钟”，但我们倾向于它更简洁实用。美林时钟关于“滞胀”“过热”之类的说法，容易被字面化理解，引起不同视角下的歧义，从而偏离这些概念的中性和技术性。

显然，通缩交易更多发生于经济的衰退前期、衰退后期；复苏交易更多发生于经济的复苏前期、复苏后期。

股票市场是反映预期的，所以往往非常有效。经验上股市有系统性机会的时段一般就两个：“衰退后期”（流动性驱动、估值扩张）和“复苏前期”（盈利驱动、资产负债表修复）。且由于一系列内生特征，中国股市的特点往往是前一阶段斜率偏高。

图1：短周期经济阶段及其宏观特征



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

经济目前处于什么阶段？本轮经济自三季度开始初步放缓，短期影响

因素包括疫情、双减、双控等供给约束；同时需求端也有一个重要的边际变化是地产销售中枢下台阶，8月起30城日均地产成交降至40万方左右。外需仍保持强势，一季度、二季度、7-8月两年平均增速均值分别为14.4%、14.3%、14.9%；但根据我们一再指出的出口周期持平于PPI周期的经验规律，明年上半年出口将会存在回落压力。简单来看，经济将分两阶段放缓，目前短周期经济处于美林时钟意义上的“衰退前期”。

2020年疫情冲击带来快速出清，消费、投资、出口均降至历史低位。二季度起疫后修复开启，从主要驱动力量来看，第一阶段是必需消费的修复；第二阶段是地产销售和可选消费的恢复；第三阶段是出口进一步上台阶，并带动制造业。

2021年上半年经济继续稳步修复。出口的强势表现是主要带动力之一，上半年出口增长高达38.6%。一季度、二季度实际GDP两年平均增速分别为5.0%、5.5%。

2021年三季度起，经济下行压力初步呈现，主要拖累因素包括：

第一，地产销售中枢下台阶。6-9月30城地产日均成交分别为60万方、56万方、42万方、42万方。

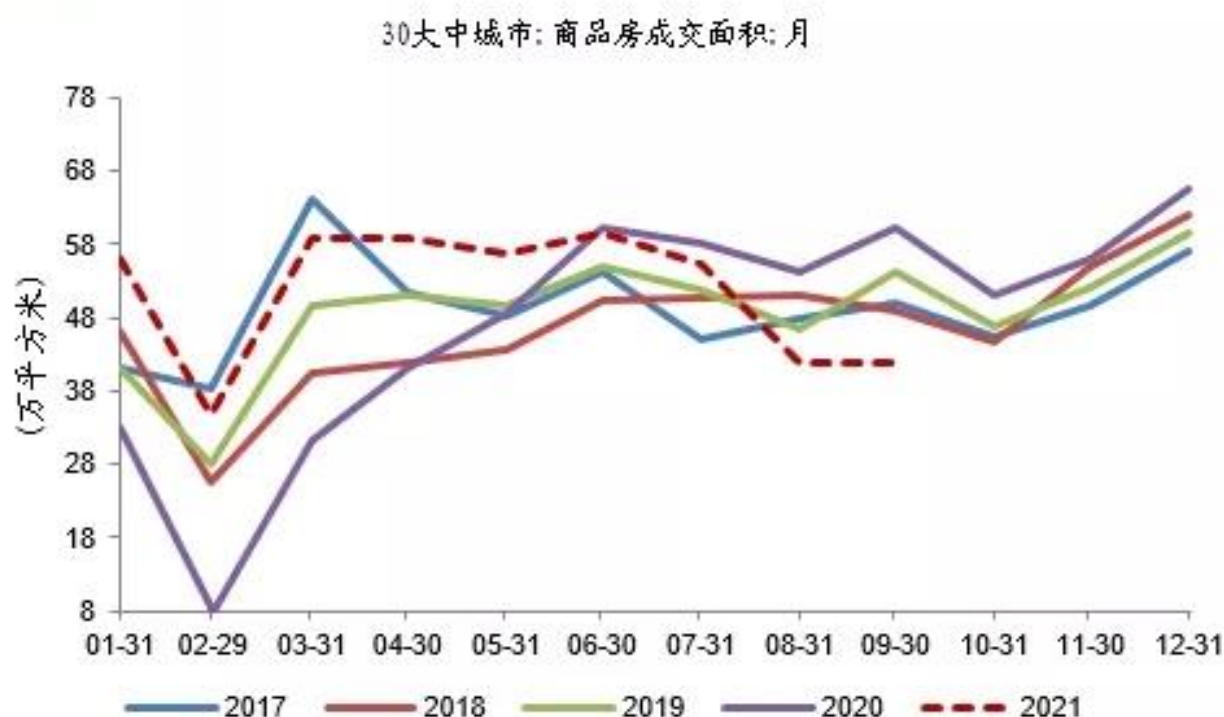
第二，双减对教培行业规范将产生深远的积极影响，但短期内会给服务业带来一定约束；7月下旬以来的区域疫情反弹，防控升温，影响消费和服务业表现。

第三，电力供给不足叠加能耗双控，限电限产广泛出现。

相对于内需来说，三季度外需依然维持偏强表现。在《宏观经济九问》中，我们指出出口与 PPI 在经验上具有同周期性。目前整体在顶部区域，估计年内会高位徘徊或小幅下行。在没有其他外生变量加入（疫苗、关税等）的情形下，明年可能会进入压力上升区间。

这意味着从 3-4 个季度的经济趋势看，今年下半年的地产、明年上半年的出口会是经济两阶段放缓的终端驱动。目前短周期经济处于美林时钟意义上的“衰退前期”。

图2：房地产销售中枢三季度下台阶



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

历史上的“衰退前期”一般会出现权益资产的“砸坑式”调整，以反映未来盈利增速的下修。但这个三季度股票市场基本维持震荡特征。我们理解主要与三个因素有关，一是股市前期表现没有显著背离基本面。2021年前8个月工业企业累计利润两年平均增速为19.5%，而同期Wind全A指数两年平均增长19.4%；二是政策在三季度启动了不同于以往周期的“跨周期调节”，比如7月初的超预期降准；三是三季度的供给扰动也带来了不同于正常需求规律的节奏，后续随疫情脉冲的减退、运动式减碳的修正，消费和部分工业部门可能环比有一个小企稳，市场对经济的预期不是单边；四是供给收缩导致上游价格上涨，南华能化指数三季度环比涨幅达27.6%，PPI线索映射下市场一度出现较集中的机会。从某种意义上说，本轮相当于一个平滑版的“衰退前期”。

2021年前8个月工业企业累计利润两年平均增速为19.5%，而同期Wind全A指数两年平均增长19.4%，Wind300指数（除金融）两年平均增长20.4%，利润增长的量级仍是资产定价表现的一个标尺。

7月15日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，降准释放

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27581

